

润泽科技 (300442.SZ)

增持 (首次)

“数”聚华夏，IDC 龙头绑定运营商深耕数字经济要素底座

润泽科技以国家发展战略为支撑，以国家新基建、“东数西算”工程等产业政策为导向，完成京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈、甘肃规模化数据中心布局，深耕智能算力和算力基础设施，打开数字经济蓝海。

- 润泽科技的主营业务为数据中心建设与运营业务，是全国领先的大型第三方数据中心服务商。润泽科技在廊坊建设运营的数据中心集群，规模位居全国前列，并在长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈等核心城市群及东数西算重要节点-甘肃地区布局超大规模数据中心产业园区，相关项目正在规划建设中，区域优势、规模效应显著，未来发展空间广阔。本次重组交易双方设置了“业绩对赌”，公司承诺 2021 年至 2024 年实现的扣非归母净利润分别不低于 6.12 亿元、10.98 亿元、17.94 亿元、20.95 亿元，复合 CAGR 超 50%，彰显管理层经营信心。
- 深耕 IDC 产业集群，机柜储备丰富、资源优质。公司 29 万架 IDC 资源储备丰富，润泽（廊坊）国际信息港规划建设 22 栋、约 100 万平方米高等级数据中心，可容纳约 13 万架机柜；长三角选址嘉兴平湖，总体规划 9 栋数据中心，约 5.4 万个机柜；佛山和惠州项目总体规划 10 栋数据中心，约 6 万个机柜。重庆项目总体规划 8 栋数据中心，约 3.2 万个机柜。兰州项目总体规划 7 栋数据中心，约 1.4 万个机柜。
- 地区卡位+布局规划，降本增效优势显著。公司始终专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群，坚持发挥大型数据中心园区运营的规模效应。2019 年-2021 年公司毛利率维持在 50%左右。IDC 行业的营业成本中电费、固定资产折旧和人员成本等占比较高。润泽科技基于在上电率、电费成本、固定资产折旧和人工成本等方面的优势，助力盈利能力处于行业较高水平。
- 创新渠道模式，带来充足客户订单。润泽科技主要选择了批发模式下的与电信运营商合作，由北京电信和河北联通引入的主要终端客户包括字节跳动、华为、快手、三快云计算以及京东等国内大型互联网公司。公司超 99.5% 的订单都是同电信运营商合作的模式，公司只要负责前期的设计规划、建设，以及后期的运营管理，有效降低了润泽科技的营销成本。
- 投资建议：公司作为国内领先的大型 IDC 服务商，在廊坊、平湖、惠州、佛山、重庆、兰州等核心节点地建设大规模数据中心集群。我们认为在数字经济背景下，公司作为数字基建底座，同三大运营商等核心玩家深度绑定，有望在下游需求增长和政策支持的背景下实现高速发展，预计公司 22-24 年实现归母净利润 11.70 亿元、18.50 亿元和 24.09 亿元，对应 43.7X、27.6X 和 21.2XPE，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：IDC 行业竞争加剧、下游客户上架率水平不及预期、PUE 不符合政策要求等。

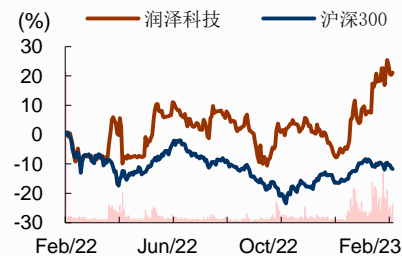
TMT 及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：53.63 元

基础数据

总股本 (万股)	95387
已上市流通股 (万股)	6588
总市值 (亿元)	512
流通市值 (亿元)	35
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	23.8
资产负债率	77.0%
主要股东	京津冀润泽(廊坊)数字信息
主要股东持股比例	61.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	12	15
相对表现	13	13	25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
赵中平 S1090521080001
zhaozhongping@cmschina.com.cn
孙嘉擎 研究助理
sunjiaqing@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1394	2047	3066	4889	6353
同比增长	41%	47%	50%	59%	30%
营业利润(百万元)	333	847	1346	2138	2772
同比增长	164%	155%	59%	59%	30%
归母净利润(百万元)	265	722	1170	1850	2409
同比增长	109%	173%	62%	58%	30%
每股收益(元)	0.28	0.76	1.23	1.94	2.53
PE	193.4	70.9	43.7	27.6	21.2
PB	27.9	20.0	12.8	9.1	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

- 一、 润泽科技借壳上市， IDC 龙头揭开神秘面纱 4
 - 1、 “润泽科技”借壳普丽盛上市创业板..... 4
 - 2、 超大体量机柜规模，深度绑定电信运营商..... 4
 - 3、 财务分析..... 5
 - 4、 创始人股权集中，公司团队经验丰富 8
 - 5、 业绩承诺+对外并购，彰显润泽经营信心 9
- 二、 深耕 IDC 产业集群，机柜储备丰富、资源优质 10
 - 1、 五大枢纽节点，六大集约化产业园区 10
 - (1) 廊坊：稀缺价值凸显，具备 13 万架机柜扩容能力 10
 - (2) 平湖：上海供需错配、需求外溢，嘉兴总体规划 5.4 万机柜 11
 - (3) 佛山、惠州：互联网、金融、制造业需求三管齐下，大湾区计划 6 万机柜规模 12
 - (4) 重庆：政策引导数据中心布局成渝，公司在成都规划 3.2 万个机柜 12
 - (5) 兰州：东数西算助力协同发展，1.4 万机柜预计 24 年后交付 12
 - 2、 培养运维工程师成为公司核心资产，提供高质量运维服务 13
 - 3、 采购一线优质供应商设备，助力数据中心高质量运行。 14
- 三、 地区卡位+布局规划，降本增效优势显著 15
 - (1) 廊坊地区电价较低，对毛利率约有 8%-12%的提升 15
 - (2) 固定资产折旧对毛利率约有 3%-4%的提升 16
 - (3) 公司人均薪酬低于行业平均水平 17
- 四、 创新渠道模式，带来充足客户订单 18
 - 1、 电信运营商选择与润泽科技合作可以实现良的综合效益： 18
 - 2、 电信运营商或将成为国内最大云服务商，产业链合作方核心受益 19
 - 3、 借助于电信运营商丰富的客户资源，快速提高上电率，并保证账款回收的及时性、安全性 19

五、 投资建议: 20

图表目录

图 1: 公司批发及零售模式上电机柜情况及占比 (%) 5

图 2: 公司前五大终端客户收入占比情况 5

图 3: 公司营收、净利润及增速情况 6

图 4: 可比公司毛利率情况 (%) 6

图 5: 可比公司净利率情况 (%) 6

图 6: 公司四项费用及费用率情况 (百万、%) 7

图 7: 公司偿债能力情况 7

图 8: 公司经营活动现金流及增速情况 (亿元、%) 8

图 9: 移动互联网接入流量当月值 10

图 10: 数据中心产业链基本情况 14

图 11: IDC 行业设备成本占比 15

图 12: IDC 各项运营成本占比 15

图 13: 润泽科技历史 PE Band 21

图 14: 润泽科技历史 PB Band 21

表 1: 公司部分董事会成员及高管简介绍 8

表 2: 慧运维提供的具体产品或服务 9

表 3: 廊坊地区机房签约及交付情况 11

表 4: 其他地区 (除廊坊外) 数据中心规划情况 13

表 5: 公司主设备供应商及采购规模一览表 (万元) 14

表 6: 各公司 2020 年 IDC 业务运营成本及占 IDC 业务收入比情况 (亿元、%) 15

表 7: 电价对毛利率影响的测算 16

表 8: 全国各地电价变化对毛利率的影响分析 16

表 9: IDC 公司折旧年限情况 16

表 10: 2020 年 IDC 公司单机柜折旧摊销金额测算 (万元) 16

表 11: 折旧摊销对毛利率影响的测算 17

表 12: 经营地点人均工资情况 17

表 13: 润泽科技直销模式价格情况 18

表 14: 表 5: Top 云厂商营收增速	19
表 15: 盈利预测	20
附: 财务预测表	22

一、润泽科技借壳上市，IDC 龙头揭开神秘面纱

1、“润泽科技”借壳普丽盛上市创业板

22 年 9 月 13 日，润泽科技通过资产置换、发行股份购买资产的方式“借壳”普丽盛上市，成为创业板首例借壳上市企业。本次交易方案主要包括三部分：（一）重大资产置换；（二）发行股份购买资产；（三）募集配套资金。

- **1、重大资产置换：**普丽盛将除 COMAN 公司 100% 股权外，全部资产及负债作为拟置出资产，与京津冀润泽持有的润泽科技股权中的等值部分进行置换，拟置出资产的交易价格为 6.02 亿元，拟置入资产为润泽科技 100% 股权，交易价格为 142.68 亿元。
- **2、发行股份购买资产：**拟置入资产和拟置出资产之间的差额 136.66 亿元，由上市公司向京津冀润泽等 14 名交易对方发行股份购买，交易完成以后，润泽科技将成为上市公司的子公司。**发行股份购买资产的股份发行价格为 18.97 元/股，拟发行的股份数为 7.20 亿股。**

注：发股对价=置入资产对价-置出资产对价，发股数量=发股对价÷本次发行价格

- **3、募集配套资金：**2023 年 2 月 16 日公司向 24 名特定投资者发行 1.33 亿股，发行价格为 35.22 元/股，募集资金总额为 47.00 亿元。公司股东名单中**平安系与中金系**的持股相加超过 10% 以上。其中，平盛安康、上海炜贯、平安消费、宁波枫文均为平安系公司；中金盈润、启鹭投资的执行事务合伙人均为中金资本运营有限公司。

2、超大体量机柜规模，深度绑定电信运营商

润泽科技的主营业务为数据中心建设与运营业务，是一家全国领先的大型第三方数据中心服务商。润泽科技能提供全面的数据中心服务，具备从数据中心规划到设计及运营管理等数据中心全生命周期服务的能力，确保终端用户的关键业务应用得到连续可靠的服务，同时能满足终端用户对于快速部署及可扩展性方面的动态需求。

润泽科技自 2009 年成立以来，始终专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群。目前润泽科技在廊坊建设运营的数据中心集群，规模位居全国前列，并在长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈等核心城市群及东数西算重要节点-甘肃地区布局超大规模数据中心产业园区，相关项目正在规划建设中，区域优势、规模效应显著，未来发展空间广阔。截止目前，润泽科技在京津冀已超 4 万台机柜在交付，具至 2023 年底交付 8 万机柜，合计交付 12 万机柜，总规划 29 万机柜。

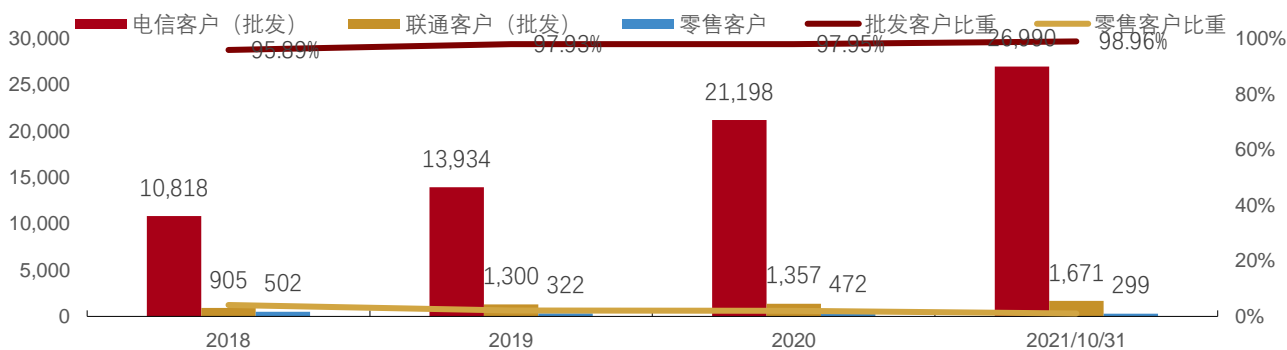
基本全部为批发模式，客户主要为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司等基础电信运营商。**公司与中国电信、中国联通等电信运营商通过长期合作建立了良好的业务关系**，为其提供数据中心整体解决方案；入驻终端客户主要为大型互联网公司及国家部委。从公司前五大客户来看，中国电信（93.8%）、中国联通（5.8%）、新智云（0.25%）、河北轩昊（0.06%）及国家市场监督管理总局（0.05%）销售收入占比近 100%；从终端用户占比情况来看，截至 21 年 10 月，字节跳动（64%）、华为（15%）、京东尚科（7.7%）、快手（5.5%）、三快云计算（1.9%）作为前五大终端客户销售收入占比近 95%。

- **批发型客户占比超过 99%**，客户业务需求单一，润泽科技仅需要向基础电信运营商提供**机柜租赁和机房环境运**

维服务，无需根据终端客户的需求采购带宽和 IP 等资源，这些资源均由电信运营商整合润泽科技的数据中心资源打包出售给终端客户。

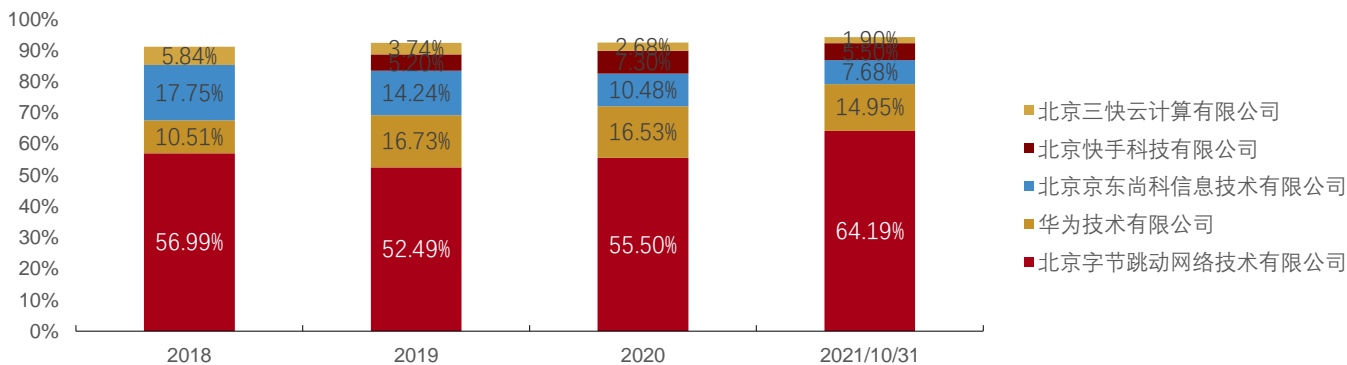
零售型客户占比 0.5%，公司为终端客户提供 IDC 及其增值服务，从单个相同功率的机柜的租赁价格来看，零售客户的销售价格要略高于批发客户的销售价格，但是零售业务的需求体量较小并且上架周期较长。

图 1：公司批发及零售模式上电机柜情况及占比（%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司前五大终端客户收入占比情况

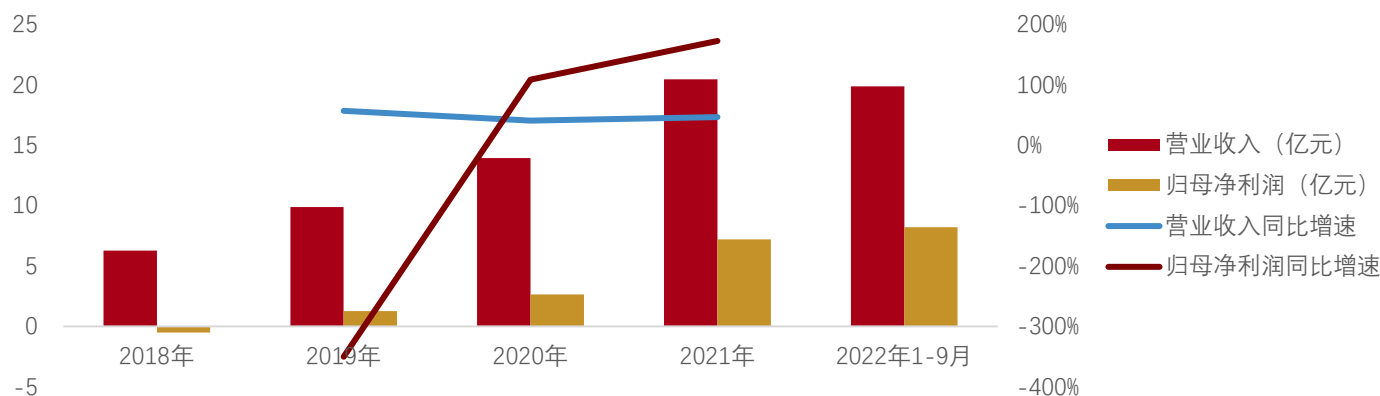


资料来源：公司公告、招商证券

3、财务分析

公司 2021 年实现营收 20.47 亿元，同比增长 46.90%；归母净利润 7.22 亿元，同比增长 172.92%。2018-2021 年，公司营收 CAGR 达 48.24%，2019 年公司归母净利润转正，归母净利润 CAGR 达 138.77%。2020 年-2021 年，随着数据中心上电率的提升，扣非归母净利润稳步增长，净利率大幅提升。2022 年前三季度公司实现营业收入 19.89 亿元，同比增长 33.69%；归母净利润 8.21 亿元，同比增长 58.6%，业绩亮眼。

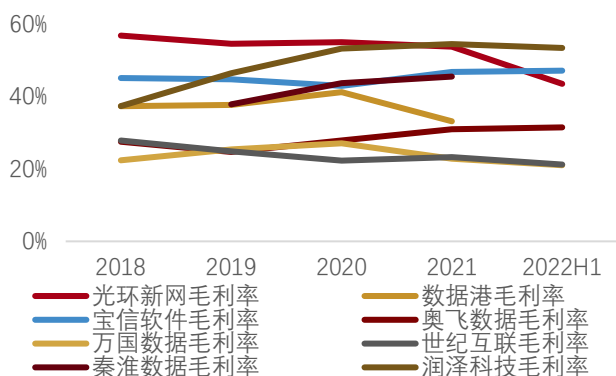
图 3：公司营收、净利润及增速情况



资料来源：公司公告、招商证券

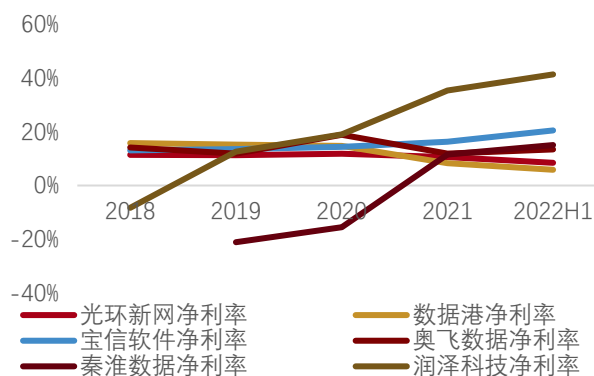
2019 年-2021 年公司毛利率维持在 50%左右。公司始终专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群，坚持发挥大型数据中心园区运营的规模效应。同时，润泽科技采用批发型的业务模式，通过与基础电信运营商合作，客户招投标一般包括：商务侧和技术侧（商务侧是电信运营商负责，技术侧是公司支持电信运营商）。公司不仅负责建设并运营数据中心，还负责支持基础电信运营商拓展终端客户。此外，公司在廊坊打造全国规模最大的云数据中心集聚港，具有较低的运营成本。以上因素，均使得公司拥有较高的利润率水平。

图 4：可比公司毛利率情况 (%)



资料来源：wind、招商证券

图 5：可比公司净利率情况 (%)



资料来源：wind、招商证券

公司销售费用长期维持较低水平，管理费用与财务费用逐年下降。2021 年公司综合费用率（销售+管理+研发+财务）为 12.5%，同比下降 16.79 个百分点。公司在运营成本、人力成本及销售费用方面都具备显著优势，其中，

(1) 2021 年销售费用为 3.45 百万元，同比上年增长 10.28%，2020 年度发生额较 2019 年度增长 88.93%，主要系业务宣传费增加所致。21 年销售费用率为 0.17%，同比降低 0.06 个百分点；

公司相较于可比公司的销售费用率较低，主要是因为公司的运营模式是与电信运营商合作的模式，电信运营商直接负责终端客户的拓展，并且终端客户粘性较高，所需的销售费用较少。同行业可比上市公司万国数据、世纪互联、秦淮数据等销售费用率高于标的公司的主要原因为销售模式为零售+批发型业务模式，自主开拓零售终端客户产生较多的销售费用。

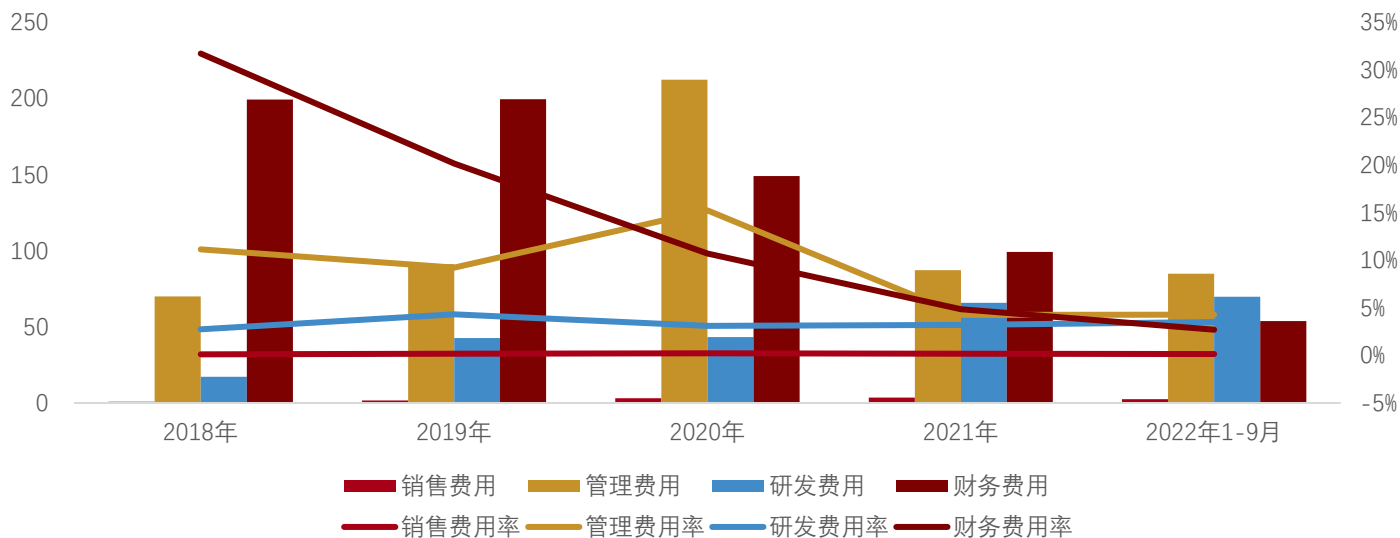
(2) 管理费用为 0.87 亿元，同比下降 58.93%，主要系 2020 年股份支付费用增加所致（20 年公司对高管团队和骨干员工进行了股权激励），若扣除股份支付因素影响，管理费用 2021 年度较 2020 年度增长 32.02%，主要系随着公司业务规模的扩大，发生的业务招待费、职工薪酬等费用增加所致。21 年管理费用率为 4.26%，同比下降 10.98 个百分点；

公司管理费用率总体低于可比公司平均水平，主要原因系标的公司已投产数据中心集中在廊坊地区的数据中心园区内，廊坊地区的人均工资水平低于其他可比上市公司所处地区，并且标的公司园区级数据中心规模化管理，与同行业其他可比上市公司较为分散的数据中心相比，所需的运营管理人员较少，进而降低了管理费用。

(3) 财务费用为 0.99 亿元，同比下降 33.44%，主要系随着高利率借款于 2021 年结清，导致 2021 年相应费用化利息支出减少所致，财务费用率为 4.85%，同比下降 5.85 个百分点；

(4) 2021 年，公司研发投入 0.66 亿元，同比增长 51.73%。公司研发费用主要为研发人员薪酬以及开展研发活动时使用数据中心机房环境进行系统调试和数据验证从而产生的能源费用和折旧费用。

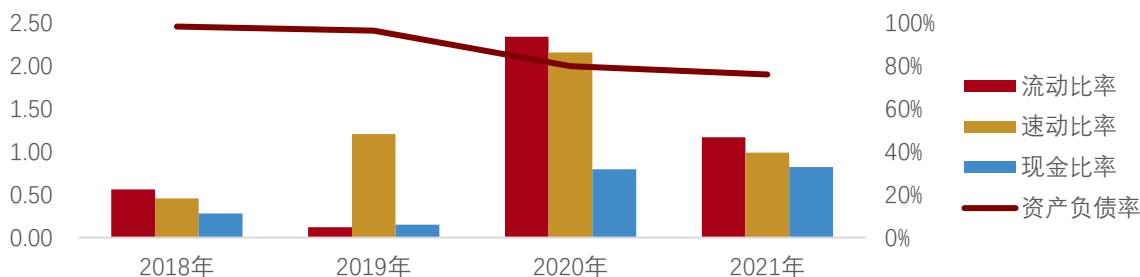
图 6：公司四项费用及费用率情况（百万、%）



资料来源：公司公告、招商证券

公司资本结构逐渐优化。2021 年，公司流动比率 1.17，速动比率 0.99，现金比率 0.82，资产负债率 75.98%，资产负债率较高，但速动资产、现金类资产储备充足。2020 年末公司的资产负债率（合并）为 79.82%，仍高于同行业平均资产负债 54.88%。但公司资产负债率由 2018 年的 98.31% 逐年下滑至 2021 年的 75.98%。数据中心属于重资产行业，以及公司快速在全国布局，数据中心资本性支出较多，但是得益于公司稳定的现金流入，公司在建数据中心投建初期阶段，已获得了充足的中长期项目贷款，因此，公司中长期项目贷款较多。《重组报告书》拟募集配套资金 47 亿元，主其中 20.90 亿元将用于偿还银行借款，来减低公司资产负债率，优化资本结构，提高公司抗风险能力，帮助公司健康发展。

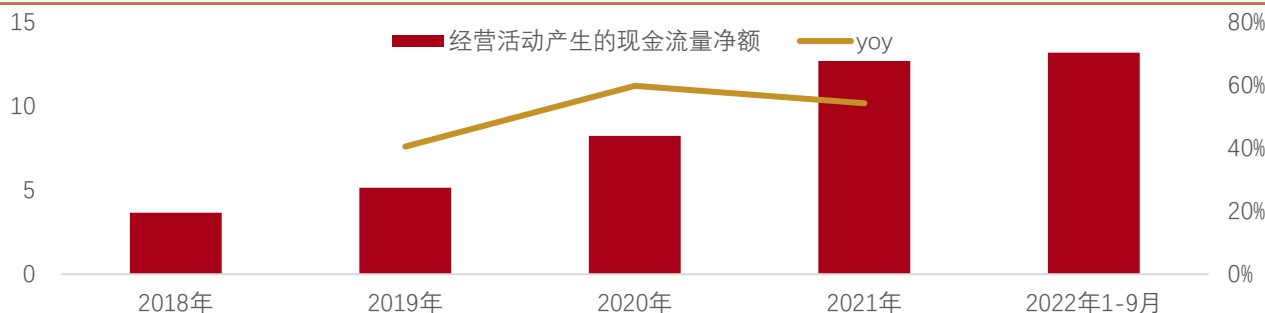
图 7：公司偿债能力情况



资料来源：公司公告、招商证券

公司 2021 年经营活动现金流净额 12.71 亿元，公司的经营性流量净额逐年增加，主要系报告期内公司数据中心陆续建成投产并且上电速度较快，数据中心投产之后迅速形成销售收入并且账期较好，回款周期较短，对经营活动产生的现金流产生一定的正向影响。

图 8: 公司经营活动现金流及增速情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、招商证券

公司股利支付率处于高位。2020 年度实现归属于母公司所有者净利润 2.65 亿元，2021 年度实现归属于母公司所有者净利润 7.22 亿元，2022 年 1-9 月实现归属于母公司所有者净利润 8.21 亿元，累计实现归属于母公司所有者净利润 18.07 亿元。2022 年 10 月 19 日，公司披露 2022 年前三季度利润分配预案，合计分配现金 8.20 亿元，占公司前三季度净利润以及母公司可供分配利润的比例均接近 100%，占重组上市期间累计归属于母公司所有者净利润的 45.40%。公司着眼于长远、可持续的发展，充分重视对投资者的合理回报，综合考虑公司发展战略规划、实际经营情况，建立对投资者持续、稳定、科学的回报规划与机制。

4、创始人股权集中，公司团队经验丰富

公司创始人周超男女士先后创立了天童通信和润泽科技，从事信息管网集约化建设、管理、运营行业 22 年、大数据产业 13 年。天童通信是从事城市信息管网集约化建设的专业服务公司，从 2002 年开始为北京通州的信息技术服务单位提供集约化信息基础设施服务；2009 年，周超男女士选址河北廊坊建设亚洲最大的云存储数据产业集聚港，借京津冀协同发展和建设城市副中心的国家战略的强劲东风，将润泽国际信息港成为京津冀大数据产业集聚平台和全球大数据服务枢纽平台。公司高管团队具备通信与数据中心领域深厚资源，核心技术团队具备丰富项目经验积累。

公司创始人/实控人周超男股权集中，通过京津冀润泽持有公司股份比例为 71.27%，通过北京天星汇持有公司股份比例为 0.33%，实际间接持股合计比例为 61.60%。同时，公司引入外界资本，平安系主要通过宁波枫文、平盛安康和上海炜贯共计持有公司股份 6.27%；中金系主要通过厦门中金盈润和厦门启鹭共计持有公司股份 3.76%，二者共计持有公司股份 10.03%。

表 1: 公司部分董事会成员及高管简介

姓名	职务	简介
周超男	董事长, 董事	硕士研究生学历, 高级网络工程师。 2000 年 3 月至今, 任天童通信网络有限公司董事长; 2009 年 8 月至今, 任润泽科技发展有限公司董事长。现任中国农工民主党第十六届中央委员会委员, 河北省第十二届政协常委, 中国数据中心产业发展联盟理事长。
沈晶玮	董事	博士研究生学历。 2000 年至 2008 年 11 月, 就职于东北证券股份有限公司, 历任投资银行部项目经理, 执行总监, 内核小组召集人; 2008 年 11 月至 2020 年 4 月, 任职于安信证券股份有限公司, 任并购融资部执行总监, 公司内核小组成员。2020 年 5 月至今, 任职于润泽科技发展有限公司, 现任润泽科技董事, 董事会秘书。
祝敬	董事	2006 年 9 月至 2010 年 10 月, 就职于全国海关信息中心, 历任工程师, 中级工程师; 2010 年 10 月至 2011 年 1 月, 就职于中金数据集团有限公司, 任专业主管; 2011 年 1 月至 2012 年 7 月, 就职于中国数码信息有限公司, 任专业主管; 2012 年 7 月至 2013 年 4 月, 就职于北京天地云箱科技有限公司, 任产品经理; 2013 年 4 月至 2013 年 7 月, 就职于太极计算机股份有限公司, 任楼宇三部设计主管; 2013 年 7 月至今, 就职于润泽科技发展有限公司, 历任运维总监, 副总裁, 现任润泽科技董事, 副总经理。

姓名	职务	简介
万雷	监事	2012年8月至2018年8月,任中国建筑技术集团有限公司专业工程师;2018年8月至今,任润泽科技发展有限公司设计规划部副总监。
徐海军	职工监事	.2015年8月至2018年12月,任润泽科技发展有限公司运维电气主管,2019年1月至今,任润泽科技发展有限公司运维部部长及运维副总监。

资料来源：公司公告、招商证券

5、业绩承诺+对外并购，彰显润泽经营信心

本次重组中，交易双方设置了“业绩对赌”。**润泽科技承诺 2021 年至 2024 年实现的扣非归母净利润分别不低于 6.12 亿元、10.98 亿元、17.94 亿元、20.95 亿元。**根据公司公告，润泽科技 2021 年实现扣非归母净利润 7.11 亿元，已超出首年业绩承诺近 1 亿，完成率达 116.26%。

此外，润泽科技快速推动对外并购，有望为上市公司业绩提供更多支撑。22 年 8 月 24 日，上市公司以 4.20 亿元收购“慧运维”100%股权，该价格较其 2021 年末净资产 2844.37 万元增值 13.77 倍。21 年慧运维实现营业收入 4776.30 万元，同比增长 43.23%。此次润泽科技的收购设有业绩承诺：**慧运维 2022 年实现扣非净利润不低于 3000 万元；2022 年及 2023 年累计实现扣非净利润不低于 6500 万元；2022 年、2023 年及 2024 年累计实现扣非净利润不低于 10500 万元。**慧运维同润泽科技在技术和运维服务、客户资源等方面可以实现技术优势互补，客户资源共享，产生协同效应，从而巩固及深化润泽科技现有的行业地位，提高润泽科技的业务规模及盈利水平。业绩对赌期内（即 2021-2024 年度），不会将慧运维产生的损益计入润泽科技合并报表。

表 2：慧运维提供的具体产品或服务

项目	具体内容
集成交付服务	机房 IT 设备整体交付解决方案；企业办公网络解决方案；网络、系统、云平台系统集成解决方案
运营维护服务	IDC 机房 Smart Hand 解决方案；桌面终端运维解决方案；网络、系统、云平台运维解决方案
维修保养服务	IT 设备维保驻场或共享工作站解决方案；UPS/冷机/油机等设施维保解决方案

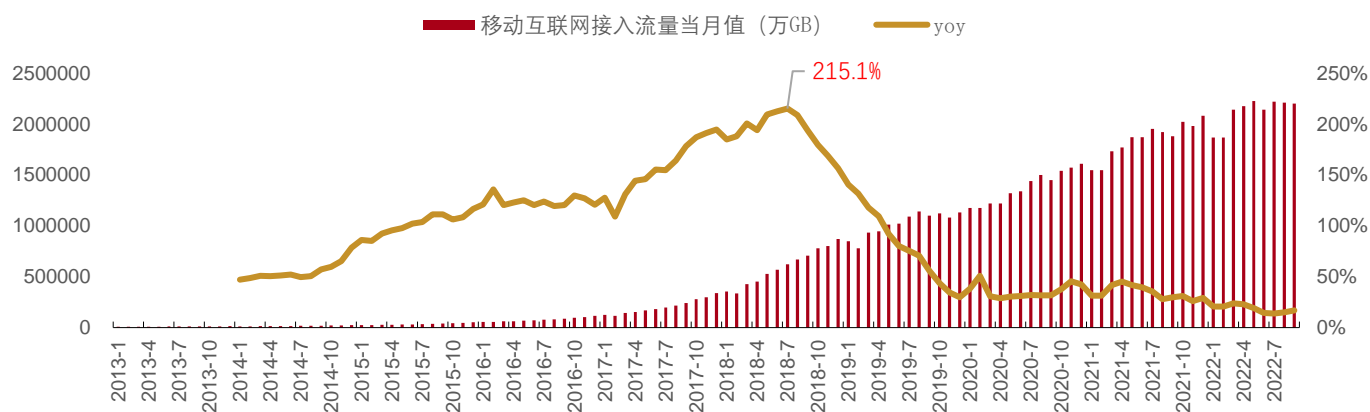
资料来源：公司公告、招商证券

二、深耕 IDC 产业集群，机柜储备丰富、资源优质

IDC 行业仍在洗牌，结构性矛盾较为突出。数据中心基础设施建设为国内互联网的产业升级提供了良好的硬件基础，随着互联网的普及和我国信息化建设的发展，国民经济和现代生活对信息技术的应用和依赖日益深入，3G、4G 时期数据流量呈现爆发式增长态势，带动 IDC 总体建设规模持续高速增长，并且集约化建设的大型数据中心比重也进一步增加。5G 发牌以来，大数据和物联网持续带动数据量的增长，由于爆款应用尚未出现，数据流量增速有所放缓，从全国数据中心的利用率来看，全国数据中心总体产能利用率未饱和，但北京、上海、广州、深圳等核心城市及其周边优质数据中心供给不足，结构性矛盾较为突出。

核心城市政策趋严带来需求外溢。由于核心城市经济实力较强，互联网、金融等企业数量众多且电子信息产业发展迅猛、企业数字化转型需求较强等因素，IDC 机房需求旺盛。当前，我国核心城市 IDC 机房由于土地、用电、人力成本过高的问题，叠加政策限制趋严政策限制，具有稀缺性。在区域政策严格管控下一线核心城市 IDC 需求外溢明显，已逐步形成围绕核心城市为中心的 IDC 产业城市集群。近几年，北京、上海、广州、深圳等核心城市的能源管控日益严格，数据中心建设力度放缓，导致 IDC 服务商向核心城市周边地区延伸。

图 9：移动互联网接入流量当月值



资料来源：Wind、工信部、招商证券

1、五大枢纽节点，六大集约化产业园区

作为大型第三方数据中心服务商，润泽科技目前在运营的润泽国际信息港主要坐落于京津冀地区，2020 年开始润泽科技在长三角、粤港澳大湾区和成渝经济圈布局大数据中心产业集群。目前长三角·平湖润泽国际信息港项目、润泽（佛山）国际信息港、润泽（惠州）国际信息港和润泽（西南）国际信息港均已开工建设。润泽科技数据中心项目布局均位于大数据中心国家枢纽节点，符合国家数据中心建设布局（润泽科技已建和在建数据中心均已取得相关审批备案）。

润泽科技数据中心集中，在可扩容能力方面优势突显，有利于提升上电速度。相比于可比上市公司，润泽科技超前规划了超大规模数据中心，扩容空间充足，可供终端客户根据自身业务的迅速发展直接在本地数据中心扩容，承载更多的数据量，持续为客户提供优质便捷的数据中心服务。应对互联网用户非结构化数据量快速增长，以及确保与核心节点传输效率，互联网公司对数据中心的可扩容能力有强烈的需求，超大规模数据中心集群成为用户的首选。

（1）廊坊：稀缺价值凸显，具备 13 万架机柜扩容能力

环京地区数据中心供不应求。北上广等一线城市人口及互联网用户密度高、大型互联网、云计算、科技创新类企业和政企用户数量大，因此对数据中心的业务需求旺盛，数据中心大量集聚。随着互联网行业的快速发展，北京及廊坊本地互联网企业 IDC 需求量巨大，许多大型互联网企业 IDC 需求的年均增长率保持在 30% 以上。此外，随着北京及廊坊地区上云企业数量增加，云服务商机柜采购量迅速升高，IDC 需求持续增加。根据科智咨询编制的《2020-2021 年

北京及周边地区 IDC 市场研究报告》，2020 年北京地区 IDC 市场规模达到 269.8 亿元，占全国 IDC 市场的 27.1%，居中国主要城市首位。

- 近年来，北京市数据中心产业政策趋紧，实施严格的 PUE 限制政策，并逐步落实 PUE 实时监测及差别电价等具体管控措施。在市区 IDC 资源供不应求的状况下，大量需求溢出至廊坊、张家口等邻近的周边地区。廊坊接壤通州区，距离 ChinaNet 骨干网节点机房最近，是网络要求较高客户需求外溢的最佳选择。需求居高不下，加之政策趋严、供给减少，使一线城市的数据中心稀缺性价值凸显。

润泽科技已运营的数据中心全部位于靠近北京的廊坊，承接了北京地区优质的数据中心资源需求。网络好、人才多、接近客户等基础条件下，一线城市在网络延迟、专业服务等方面又具有无可替代的优势。润泽科技国际信息云聚核港（ICFZ）位于京津冀交汇处，距离上便于服务以京津为中心的终端客户，且综合运营成本低于北京、天津，拥有良好的区位优势。廊坊地区目前已成为京津冀大数据的核心节点，润泽科技数据中心具有较明显的区域优势。

- 润泽（廊坊）国际信息港于 2010 年正式投资建设，规划建设 22 栋、约 100 万平方米高等级数据中心，可容纳约 13 万架机柜。目前主要是 A 区，A 区是规划是约 7 万个机柜，12 栋数据中心（截至三季度末，其中 A1-A8 已经交付运行，两栋将于四季度交付，剩余两栋将于明年上半年交付）。此外，公司还在拟建 B 区，B 区的规划为 10 栋数据中心，约 6 万个机柜。

表 3: 廊坊地区机房签约及交付情况

数据中心	整体规划	投产规划/上架率水平	单价	合作方
廊坊	22 栋	13 万		
A 区	12 栋	7 万		中国电信和中国联通
A1	1	6000	90%	电信、联通、自营客户
A2	1	6000	2020 年 7 月投入使用；上架率：97%	电信、联通
A3	1	7000	2020 年 7 月投入使用；上架率 96%	电信、联通
A18	1		2020 年 12 月投入使用；上架率 97%	中国电信北京分公司
A5	1	6000	97%	电信、自营客户
A6	1	7000	2019/4 投入使用；上架率：95%	中国电信北京分公司
A7	1	6000	上架率 80%-90%	中国电信北京分公司
A8	1	6000	截至 Q3 上架率 30%，Q4 预计做到 70%	中国电信北京分公司
A9	1	6000	预计近期交付	中国联通河北分公司
A10	1	6000	预计近期交付	中国电信北京分公司
A11	1	6000	和客户进行技术协商	中国电信北京分公司
A12	1	6000	公司采购量较大，上游供应商供不上，要等到年后	中国联通河北分公司
SUM		68000		6390
B 区	10 栋	6 万	开始建设，预计 24-25 陆续交付	
拟建	3 栋			已同中国移动签约

资料来源：公司公告、招商证券整理

（2）平湖：上海供需错配、需求外溢，嘉兴总体规划 5.4 万机柜

上海地区供需错配，周边地区需求增速更高。2021 上海地区传统 IDC 业务市场规模达到 158.7 亿元，实现平稳增长。但近几年上海地区 IDC 行业市场规模在保持增长的情况下，增速有所放缓。上海地区 IDC 业务市场中，持续增长的需求和较高的空置率共存，呈现出供需错配的现象。在互联网企业数据量提升、传统行业数字化转型、公有云业务迅速扩张等因素的推动下，上海地区 IDC 需求持续增长，上海地区机柜供给数量随之增加，但并未完全契合需求市场，成为 IDC 机房空置率较高的主要原因之一。

- 上海地区增速放缓主要原因有二：一是近年来上海市出台政策控制数据中心建设和新增能耗，新建项目审批严格；二是受 2020 年受疫情影响，上海地区部分规划数据中心项目投产进程受阻。同时，因为对实时性要求相对较低或者是出于节省机柜租赁成本和网络接入成本等原因，部分 IDC 用户会更青睐于南通市、苏州市等上海周边地区建设的数据中心，上海周边地区的数据中心市场增长远高于上海地区。南通、昆山两地更受青睐，两城市数据中心机架数量规模合计占比达到上海周边地区六市整体规模的 44%，是各类投资者的重点布局区域。

润泽科技数据中心布局选址在浙江的嘉兴平湖，离上海金山中心地区车程半个小时，服务整个长三角区域。平湖项目总体规划 9 栋数据中心，约 5.4 万个机柜，一期工程规划 2 栋数据中心，自建的 110KV 电站今年 7 月份已经通电，第 1 栋数据中心正在进行机电设备的安装调试，预计今年年底交付，第 2 栋数据中心正在进行机电设备安装，预计明年交付。

（3）佛山、惠州：互联网、金融、制造业需求三管齐下，大湾区计划 6 万机柜规模

广深地区发展态势良好，基础电信运营商占据主导地位。2021 年广深及周边地区传统 IDC 市场规模达到 164 亿元，2016-2021 年市场规模复合增长率达到 25.3%，整体市场发展态势良好。从供给侧来看，广深地区电信运营商垄断 60% 的垄断，机柜租金能够保持在较高水平。在大湾区，大型互联网，金融企业和云计算厂商需求非常旺盛，并且它相对于北京和上海地区来讲有着大量的制造业企业需求。从市场规模来看，近几年广深及周边地区传统 IDC 业务市场规模保持 20% 以上的高速增长，除广州及深圳两个核心城市以外，东莞及佛山的 IDC 业务市场也逐渐形成一定规模。

- 在资源供给方面，以广州，东莞，佛山及惠州为代表的城市会成为未来几年的数据中心主要供应地区，估计在 21-23 年以上区域内会增加 20 万柜的机房供给。
- 从市场竞争格局来看，在广深及周边地区 IDC 市场中，基础电信运营商占据主导地位，第三方服务商与电信运营商合作密切。

润泽科技在佛山和惠州项目总体规划 10 栋数据中心，约 6 万个机柜，佛山和惠州各 3 万个机柜。其中，佛山一期工程规划 3 栋数据中心，第 1 栋数据中心正在进行机电设备的安装调试，近期交付，第 2 栋数据中心正在进行机电设备安装，预计明年交付。惠州一期工程规划 2 栋数据中心，第 1 栋数据中心正在进行机电设备安装，预计今年年底或者明年上半年陆续交付。

（4）重庆：政策引导数据中心布局成渝，公司在成都规划 3.2 万个机柜

政策引导更多数据中心建设项目布局在成渝地区。近年来，成渝地区发布一系列政策，促进新基建、数字经济、数据中心等的发展，推动 IDC 行业供给和需求的增加。2021 年成渝地区 IDC 业务市场规模达到 47.8 亿元，同比增长 26.5%，是中国 IDC 产业发展最快的区域之一。并且，“东数西算”的全面启动，成渝枢纽节点的建设将推动 IDC 业务市场保持高速发展。按签约情况看，20 年成都和重庆地区机柜空置率分别为 19.8% 和 21.5%。

- 需求结构中，互联网行业是数据中心需求的主要来源，传统行业中金融、制造等行业占比较高。2020 年，成都和重庆地区 IDC 业务市场规模保持增长，IDC 市场规模分别达到 23.3 亿元和 14.5 亿元。其中成都市互联网行业、传统行业和云服务行业的 IDC 需求占比分别为 58.7%、28.1% 和 13.2%，重庆市互联网行业、传统行业和云服务行业的 IDC 需求占比分别为 61.6%、28.9% 和 9.5%。

2020 年，万国数据、中立数据、万达网科等头部第三方 IDC 服务商在成都地区均有大量机柜资源投产，使成都地区机柜资源供应量快速上升；重庆地区仅有约 0.5 万架机柜资源投产，新增机柜资源来自两江新区的新建数据中心项目。截至 2020 年底，成都地区主要有 6 个在建及规划数据中心项目，重庆地区在建及规划项目超过 15 个，全部建成后，预计将增加总计 10 万架机柜供给，新增供给将分期落地，逐步投入市场。

润泽科技重庆项目总体规划 8 栋数据中心，约 3.2 万个机柜。其中，一期工程规划 2 栋数据中心，土建工程已经结束了，正在进行机电设备的招采工作，预计明年下半年开始陆续交付。

（5）兰州：东数西算助力协同发展，1.4 万机柜预计 24 年后交付

政策引导 IDC 产业重心向西部地区转移。受市场内生算力需求驱动，及国家相关政策引导，我国数据中心总体布局持续优化，协同一体趋势将进一步增强。在市场层面中西部地区自然环境优越，土地、电力等资源充足，但本地数据中心市场需求相对较低；东部地区市场需求旺盛，但土地、电力、人员等生产要素成本较高，东西部协同发展逐渐成为趋势。而随着网络质量的优化，中西部将不再仅是进行冷存储的灾备数据中心聚集区，也将承载更多的应用。在

政策层面，我国数据中心全国一体化发展引导增强。同时，内蒙、贵州等地推出了电力、土地、税收等优惠政策，有效帮助数据中心降低建设运营成本，数据中心建设规模不断增长。未来，“东数西算”工程将进入到全面建设期，我国数据中心布局或将得到进一步优化。除地域布局上的东西部协同外，为应对不断涌现的应用场景需求，不同类型数据中心也协同发展。

润泽科技兰州项目总体规划 7 栋数据中心，约 1.4 万个机柜。一期工程规划 2 栋数据中心，目前正处于土建阶段，预计 2024 年以后才能陆续完成交付。

表 4：其他地区（除廊坊外）数据中心规划情况

	数据中心	整体规划	投产规划/上架率水平	合作方
平湖	9 栋	5.4 万		
1 期	2 栋	1.2 万	目前在进行机电设备安装 预计 22-23 年投产	A2: 中国电信浙江分公司: 3000; 中国联通浙江分公司: 1000
惠州	5 栋	3 万		
1 期	2 栋	1.2 万	第一栋正在进行机电设备安装，预计年底交付	
佛山	5 栋	3 万		
一期	3 栋	1.8 万	第一栋正在进行机电设备安装调试 ——近期交付	中国电信广东分公司 1.2 万个
重庆	8 栋	3.2 万		
1 期	2 栋		完成土建，预计 23 年下半年开始陆续交付	
兰州	7 栋	1.4 万	2024 年首期陆续交付	
一期	2 栋		目前处于打桩阶段，预计 2024 年以后陆续交付	

资料来源：公司公告、招商证券

2、培养运维工程师成为公司核心资产，提供高质量运维服务

互联网客户对 IDC 建设及运维要求较高，审核严苛但粘性较高。润泽科技的终端客户为大型互联网公司，对 IDC 业务要求较高，其数据中心的建设标准、运营管理、运维服务等均要求较高，且需要与 IDC 供应商通过较长时间的磨合，达到一定程度的契合度。若终端客户选择更换 IDC 供应商，则需面临数据中心选址、报批、方案设计、机房建设、服务器搬迁、重新挑选运维服务商等问题，时间长且成本投入高。因此，终端客户一般不会轻易更换 IDC 供应商，终端客户粘性较高。

公司通过自建运维团队体系、建立运维平台、持续不断的内外部专业培训，从而为客户提供持续、高质量的运维服务。公司通过人才梯队的建设，培养了一批拥有坚实技术基础的设计、建设运营管理人员，为客户提供符合国际化标准的数据中心服务。随着标的公司业务进一步扩大，公司将持续培养技术研发、运营管理团队，引入外部专家及先进技术，使之成为公司发展坚强有力的基础。

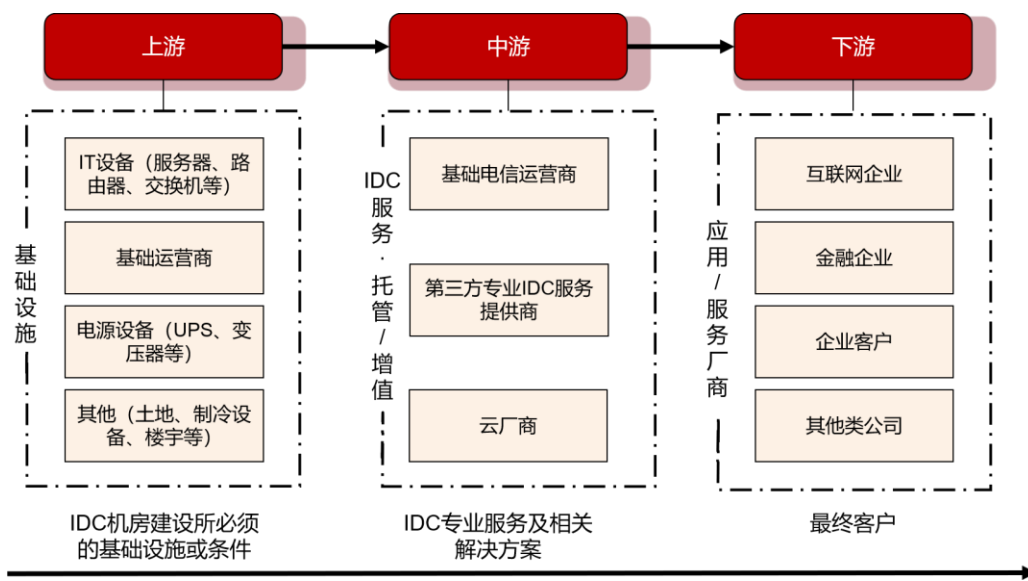
- 润泽科技拥有高等级数据中心规划设计、建设运营能力，通过国际数据中心认证评级权威机构 UPTIME INSTITUTE 的相关认证，其中，A1 数据中心 M1 模组获得 UPTIME Tier IV (T4 级，即数据中心的最高级别) 设计认证，A1、A2、A5 数据中心同时取得 UPTIME M&O 认证，且已有 40 名员工获得 UPTIME AOS (运维操作专家) 认证，已形成行业领先的超大规模数据中心产业综合服务能力。
- 润泽科技数据中心运维团队以 ITIL、UPTIME、IFMA 等国际化体系标准为基础，结合润泽科技自投、自建、自运维的高等级数据中心集群的特点，形成可承接国家部委、大型互联网公司、金融机构等数据中心业务的标准化团队。
- 润泽科技运维团队主要管理人员具备数据中心设计、建设、运维等方面 15 年以上工作经验。标的公司注重人才培养，已建立起系统级、设备级、固件级的竖向培训体系，及设计、工艺、实操的横向培训体系，通过内部人员

自培训、外部专家培训、设备供应商专业培训、国际咨询机构认证等多维度培训架构提高人员基础技术和维护能力，每年定向培训 20-30 名 UPTIME AOS 认证工程师和 ATD/ATS 认证工程师。

3、采购一线优质供应商设备，助力数据中心高质量运行。

采购一线优质供应商设备，助力数据中心高质量运行。数据中心产业链主要由上游基础设施、中游数据中心专业服务及相关解决方案（云服务商为主）和下游最终客户构成，行业市场化程度较高。上游基础设施主要为建设数据中心的硬件供应商，包括 IT 设备（服务器、交换机、路由器、光模块等）、电源设备（UPS、变压器等）、土地、制冷设备、发电设备和基础运营商提供的带宽服务等。润泽科技数据中心在建设阶段采购的主要设备包括柴油发电机、精密空调、UPS 电源、冷水机组、冷却塔、配电柜、机柜等设备，从披露情况来看均为一线头部优质供应商。

图 10：数据中心产业链基本情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 5：公司主设备供应商及采购规模一览表（万元）

主要供应商名称	采购类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-10 月
华北利星行机械（北京）有限公司	柴油发电机组	5,927.59	5,147.88	17,853.54	8,601.50
世图兹空调技术服务（上海）有限公司	冷冻水型精密空调	1,263.39	1,354.83	2,828.92	21.19
世图兹空调技术服务（上海）有限公司	风冷型精密空调	722.26	680.02	1,235.41	-
特灵空调系统（中国）有限公司		2,113.86	-	-	154.87
开利空调销售服务（上海）有限公司	冷水机组	-	1,117.24	-	2,962.84
约克（中国）商贸有限公司北京分公司		-	-	1,146.90	376.99
北京宇能世纪科技有限公司	冷却塔	517.61	960.86	960.86	-
北京友邦众拓能源技术有限公司		-	-	939.82	2,184.96
伊顿电源（上海）有限公司	UPS	3,223.30	5,873.65	288.15	7,142.04
特变电工股份有限公司新疆变压器厂		420.16	-	-	-
上海 ABB 变压器有限公司	变压器	-	1,085.34	1,085.84	3,467.25
广州西门子变压器有限公司		-	1,120.69	-	43.89
上海西恩迪蓄电池有限公司	蓄电池	1,874.26	6,501.85	2,778.98	8,529.19
维谛技术有限公司	UPS 空调、列头柜	-	-	3,424.78	7,719.33
镇江西门子母线有限公司	配电柜	4,577.25	6,169.62	-	2,149.56
厦门 ABB 低压电器设备有限公司		-	-	1,293.14	13,439.23

资料来源：公司公告、招商证券

三、地区卡位+布局规划，降本增效优势显著

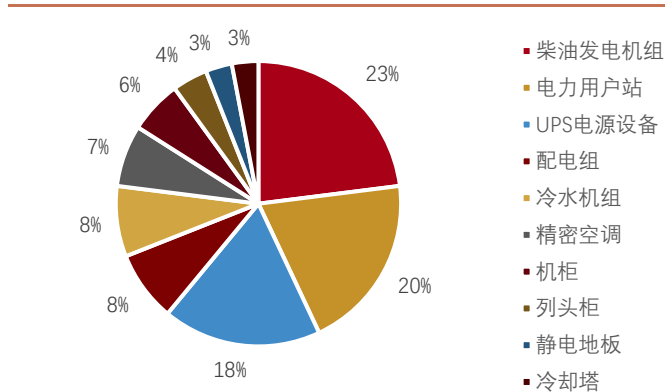
润泽科技基于在上电率、电费成本、固定资产折旧和人工成本等方面的优势，助力盈利能力处于行业较高水平。同国内同行业可比上市公司宝信软件、光环新网、数据港、奥飞数据、万国数据、世纪互联和秦淮数据等公司相比，润泽科技毛利率在行业内处于较高水平，仅低于光环新网的毛利率，且公司 18-20 年毛利率持续提升，体现出润泽科技在行业内具有较强的竞争优势。IDC 行业的营业成本中电费、固定资产折旧和人员成本等占比较高。润泽科技、光环新网以及奥飞数据（刨除部分租赁机房）电费、折旧摊销以及人工成本加总在营运成本占比超 70%。

表 6: 各公司 2020 年 IDC 业务运营成本及占 IDC 业务收入比情况 (亿元、%)

项目	润泽科技		光环新网		奥飞数据		数据港	
	金额	占收比	金额	占收比	金额	占收比	金额	占收比
电费	3.85	27.65%	3.49	20.92%	1.21	16.14%	1.66	18.99%
折旧摊销	1.51	10.84%	2.40	14.42%	0.45	6.00%	2.93	33.45%
技术服务费	0.62	4.43%	0.41	2.45%				
人工成本	0.28	2.04%	0.39	2.35%	0.09	1.18%		
带宽使用费			0.29	1.71%				
维修、维保及物料消耗	0.15	1.06%	0.20	1.19%				
租赁费			0.16	0.95%	1.33	17.77%		
房租及物业费			0.13	0.78%				
水费	0.09	0.64%	0.06	0.37%				
运营成本					2.30	30.59%		
其他	0.03	0.19%	0.001	0.01%	0.04	0.55%	0.57	6.45%
合计	6.53	46.85%	7.53	45.15%	5.42	72.24%	5.16	58.89%
IDC 业务收入	13.94	100%	16.68	100.00%	7.51	100%	8.76	100%

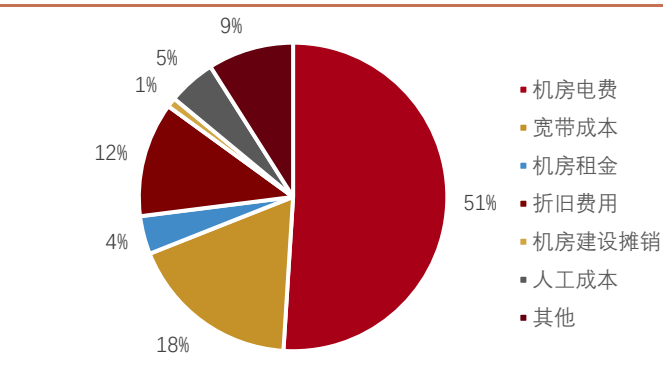
资料来源：公司公告、招商证券整理

图 11: IDC 行业设备成本占比



资料来源：IDC、招商证券

图 12: IDC 各项运营成本占比



资料来源：公司公告、招商证券

(1) 廊坊地区电价较低，对毛利率约有 8%-12%的提升

在电费方面，截至 21 年底润泽科技目前运营 7 个数据中心集中在廊坊地区的大型数据中心园区，而同类可比第三方 IDC 厂商已投产上电数据中心集中在北京和上海地区。润泽科技目前执行单一制电价，廊坊地区 1-10 千伏平段电价（含税）为 0.5192 元/千瓦时，北京郊区、上海市和广州市的工业用电价格单一制平段 1-10 千伏电压等级的电价（含税）分别为 0.6246 元/千瓦时、0.69 元/千瓦时（非夏季）和 0.6381 元/千瓦时。北京地区和上海地区的电价比廊坊地区的电价要高约 19.57%-32.61%。

表 7: 电价对毛利率影响的测算

2020 年	廊坊	北京郊区	上海	广州
标准电价 (不含税=含税电价/(1+13%)) (元/千瓦时)	0.46	0.55	0.61	0.56
IDC 业务收入 (万元)	139356.15	139356.15	139356.15	139356.15
成本 (万元)	65291.29	76358.69	81552.43	77430.79
毛利率	53.15%	45.21%	41.48%	44.44%
电费 (万元)	38535.24	49602.64	54796.38	50674.74
电量 (万千瓦时)	89739	89739	89739	89739

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 全国各地电价变化对毛利率的影响分析

	标准电价涨幅 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化 (%)	电费涨价 1%, 毛利率降低%
廊坊	基数	53.15%	基数	基数
北京郊区	20%	45.21%	-7.94%	-0.41%
上海	33%	41.48%	-11.67%	-0.36%
广州	22%	44.44%	-8.71%	-0.40%

资料来源: 公司公告、招商证券测算

(2) 固定资产折旧对毛利率约有 3%-4%的提升

润泽科技园区级数据中心的战略规划, 在园区道路、变电站、综合管网等数据中心基础设施上可以实现共享共用, 使得润泽科技的固定资产使用效率更高。润泽科技与可比同行业上市公司相比是数据中心最集中, 单体数据中心规模最大的企业。相较于分散式布局、单个数据中心规模较小的企业, 润泽科技在工程建设和装备集采上, 具备规模化、批量化的优势, 在采购价格谈判上也更具话语权, 使得润泽科技的工程建设成本更低, 固定资产投资效率更高。根据对比, 润泽科技同光环新网在固定资产的折旧年限、残值率等方面基本一致。经过测算, 2020 年润泽科技单个机柜折旧摊销比光环新网低 38.27%。按照 2020 年光环新网的收入/折旧摊销水平测算的毛利率 49.56%相较于润泽科技 2020 年实际的毛利率 53.15%下降了 3.59%。

此外, 随着企业规模的扩大, 上电率的提高, 固定资产使用效率不断提升。润泽科技单位固定资产产生收入的能力提升速度高于行业平均水平, 2018-2020 年, 润泽科技的每 1 元固定资产折旧产生的收入为 6.03 元、7.68 元和 9.23 元, 可比第三方 IDC 单位折旧摊销产生的平均收入为 6.72 元、5.42 元和 5.56 元。公司较高水平的上电率和园区级数据中心的规模优势驱动了润泽科技固定资产使用效率的不断提升, 固定资产折旧等固定成本在成本中的占比逐渐下降。

表 9: IDC 公司折旧年限情况

类别	公司	使用年限	净残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	润泽科技	25-40 年	5	3.80-2.38
	光环新网	40 年	5	2.375
机器设备	润泽科技	8-15 年	5	11.88-6.33
	光环新网	5-20 年	5	9.5-32.33
运输工具	润泽科技	5 年	5	19.00
	光环新网	10 年	5	9.5
办公设备及其他	润泽科技	3-5 年	5	31.67-19.00
	光环新网	3-10 年	0.3-5	9.5-32.33

资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 2020 年 IDC 公司单机柜折旧摊销金额测算 (万元)

项目	润泽科技	光环新网
折旧摊销 (万元)	15104.52	24048.88

项目	润泽科技	光环新网
机柜投产数量 (万个)	3.3	3.8
单机柜折旧摊销 (万元/架/年)	4577.13	6328.65
IDC 营业收入 (万元)	139156.15	166767.00
收入/折旧	9.23	6.93

资料来源：公司公告、招商证券

表 11: 折旧摊销对毛利率影响的测算

2020 年	润泽科技	对标光环新网测算
2020 年收入/折旧摊销水平	9.23	6.93
IDC 业务收入 (万元)	139356.15	139356.15
总成本 (万元)	65291.29	70295.88
成本中的折旧摊销 (万元)	15104.52	20109.11
毛利率	53.15%	49.56%

资料来源：公司公告、招商证券

(3) 公司人均薪酬低于行业平均水平

润泽科技在廊坊地区的人均工资水平要低于一线城市的工资水平。年平均工资统计数据显示：北京市全口径城镇单位就业人员平均工资 11.29 万元，上海市城镇单位就业人员平均工资为 12.41 万元，广州市城镇私营单位就业人员年平均工资为 6.91 万元，廊坊市城镇私营单位就业人员平均工资为 5.37 万元。润泽科技在单位人工成本方面比同行业上市公司在一线城市的人工成本低 20%-40%，在营业成本中的人工成本方面形成一定的竞争优势。2020 年润泽科技人员成本占收入比重为 2.04%，光环新网为 2.35%，奥飞数据为 1.18%。

表 12: 经营地点人均工资情况

公司	经营地点	城镇非私营单位就业人员 平均工资 (元)	城镇私营单位就业人员平 均工资 (元)
光环新网	北京	145766	76908
数据港	上海	149377	64226
宝信软件	上海	149377	64226
奥飞数据	广州	119453	68878
润泽科技	廊坊	90852	52917

资料来源：公司公告、招商证券

四、创新渠道模式，带来充足客户订单

数据中心行业根据客户规模不同，经营模式主要分为“批发型业务模式”和“零售型业务模式”。批发型业务模式包括两种形式：（1）与电信运营商合作模式；（2）终端客户直销模式。

➤ 润泽科技主要选择了批发模式下的与电信运营商合作，由北京电信和河北联通引入的主要终端客户包括字节、华为、京东、快手、美团（三快云）等国内大型互联网公司。

润泽科技超 95%的订单都是同电信运营商合作的模式，（1）润泽科技与电信运营商合作模式下的机柜销售价格，与电信运营商向终端互联网公司销售价格，在价格方面存在差异；（2）同电信运营商的合作中，带宽、IP 等资源全权由运营商提供并计入运营商收入，为运营商带来了较大的利润空间。这种业务模式有效降低了润泽科技的营销成本，其只要负责前期的设计规划、建设，以及后期的运营管理即可。

➤ 宝信软件主要与基础电信运营商合作拓展市场，已与上海电信、上海移动形成较好市场合作关系，正在与上海联通探索合作意向。

➤ 数据港以定制批发型数据中心服务为主。主要经营模式表现为：（1）电信运营商合作模式；（2）终端客户直销模式。

➤ 奥飞数据在广州、深圳、北京等核心城市拥有自建 IDC 机房，与基础运营商合作运营，为公司经营业绩持续、稳定增长提供了有力的保障。”

1、电信运营商选择与润泽科技合作可以实现良的综合效益：

电信运营商同润泽科技等第三方 IDC 合作在实现 IDC 收入、提供增值服务的同时不用进行重资产投资，并且能够根据润泽科技丰富的机柜储备为终端客户提供优质且稳定的扩容资源：

➤ 运营商迅速布局，快速实现收益：与润泽科技合作，电信运营商可以迅速布局京津冀等热点地区优质数据中心资源，有效应对大型互联网公司对 IDC 机架租用迅猛增长的需求，获取 IDC 服务收入，实现良好的经济效益；

➤ 减少重资产投入：数据中心等基础设施的建设及维护需要较大的建设资金投入，主流第三方数据中心服务商的定制化交付能力强，工期短，质量优，成本控制能力较强，电信运营商可以在不用重资产投资的情况下，迅速获取大量优质数据中心资源，为客户打造完善的 IDC 服务体系，提供增值服务；

➤ 扩容资源丰富，提供稳健业绩保障：润泽科技在京津冀地区数据中心资源储备丰富，能够有效应对大型终端客户数据规模高速增长对数据中心需求的扩张。据中国电信招股说明书等公开信息，中国电信是中国最大的 IDC 服务提供者，在市场上处于领先地位。中国电信与终端用户签署了长期的服务合同，如北京电信与字节跳动等终端用户签署的 IDC 服务合同的合作期限均为 10 年。因此，润泽科技作为北京电信重要的数据中心合作电信运营商，润泽科技后续稳定的扩容能力和合作运营机柜数量也是北京电信 IDC 业务持续稳定增长的重要保证。

表 13：润泽科技直销模式价格情况

客户名称	销售模式	单机柜功率	主要合同 价格区间 (元/月·个)	每千瓦租赁 价格区间 (元/月·KW)
中国电信股份有限公司北京分公司	批发型	4.4KW (20A)	5,800.00-6,000.00	1,318.18-1,363.64
		5.5KW (25A)	6,900.00	1,254.55
		7.04KW (32A)	8,000.00-8,300.00	1,136.36-1,178.98
		16.5KW (75A)	20,100.00	1,218.18
		22KW (100A)	26,800.00	1,218.18
中国联合网络通信有限公司	批发型	5.94KW (27A)	7,100.00	1,195.29
		4.4KW (20A)	6,000.00	1,363.64
		4KW	5,900.00	1,475.00

新智云数据服务有限公司	零售型	4.4KW (20A)	6,800.00-7,800.00	1,545.45-1,772.73
国家信息中心	零售型	3KW	6,666.67	2,222.22
A 客户	零售型	4KW	6,000.00	1,500.00
		5KW	8,334.00	1,666.80
国家市场监督管理总局	零售型	4KW	8,000.00	2,000.00
大唐网络有限公司	零售型	4.4KW (20A)	6,000.00	1,363.64
河北轩昊信息技术有限公司	零售型	4.4KW (20A)	6,500.00	1,477.27

资料来源：公司公告、招商证券（注：按照机柜功率（KW）=机柜额定电流（A）*220（V）/1000 统一换算为以千瓦（KW）为功率单位进行比对）

2、电信运营商或将成为国内最大云服务商，产业链合作方核心受益

运营商在云计算业务领域具有①网络覆盖优势、②安全可信优势、③本地化服务优势、④云网融合一体化优势。与其他云服务商相比，运营商云具有网络和基础设施优势，此外安全性和可靠性亦表现突出。从客户资源考虑，有超过 8 成的政企客户选择电信传输服务，是政府、国企上云首选。

云计算重新定义运营商，三大运营商云业务加速迈向第一阵营，未来或将成为中国最大的云计算公司。2022 年前三季度，三大基础电信运营商云计算和大数据收入同比增速分别达 127.6%和 62.6%，数据中心业务收入同比增长 14.3%，物联网业务收入同比增长 23.5%，我们认为市场低估了运营商在云计算和互联网业务方面的潜力，电信运营商未来或将成为国内最大的云计算公司，IDC、ICT、PaaS/SaaS 等云计算产业链合作方核心受益。

➢ 2022 年前三季度，中国电信产业数字化收入达到人民币 856.32 亿元，可比口径同比增长 16.5%，天翼云收入继续保持翻番；2022 年前三季度，中国移动 DICT 业务收入达到人民币 685 亿元，同比增长 40.0%；联通云加速发展，实现收入 268.7 亿元，同比提升 142.0%；IDC 实现收入 186.1 亿元，同比提升 12.9%。

表 14：表 5：Top 云厂商营收增速

地区	排序	云厂商	2021	yoy	2022H1	yoy
美国	1	AWS	3956	37%	382	35.00%
	2	Azure	4311	27%	484	46%
	3	Gcp	1222	47%	121	35.6%
中国	1	阿里云	793	50%	366.56	11.70%
	2	腾讯云	284	45%	-	-
	3	天翼云	279	100%	281	100.80%
	4	移动云	242	114%	234	103.60%
	5	华为云	201	34%	-	-
	6	联通云	163	46%	187	143.20%
	7	百度云	151	64%	82	31.00%
	8	金山云	91	38%	40.8	2.40%
	9	Ucloud	29	18%	10.46	30.00%
	10	青云	4	-1%	0.9	-24.48%

资料来源：公司公告、招商证券整理

3、借助于电信运营商丰富的客户资源，快速提高上电率，并保证账款回收的及时性、安全性

与电信运营商合作不仅可以减少公司销售成本，还可以为润泽科技新建数据中心在短期内提供大量稳定的终端用户，有力保障润泽科技新建数据中心上电率提升。同时电信运营商作为大型央企，具有较强的资金实力和良好的信誉，能够确保润泽科技账款回收的及时性和安全性（根据产业调研，电信运营商与润泽科技采用月度结算的模式，采用 T+1 按月付费模式）。

五、投资建议：

润泽科技的主营业务为数据中心建设与运营业务，是全国领先的大型第三方数据中心服务商。润泽科技在廊坊建设运营的数据中心集群，规模位居全国前列，并在长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈等核心城市群及东数西算重要节点-甘肃地区布局超大规模数据中心产业园区，相关项目正在规划建设中，区域优势、规模效应显著，未来发展空间广阔。本次重组交易双方设置了“业绩对赌”，公司承诺 2021 年至 2024 年实现的扣非归母净利润分别不低于 6.12 亿元、10.98 亿元、17.94 亿元、20.95 亿元，复合 CAGR 超 50%，彰显管理层经营信心。

深耕 IDC 产业集群，机柜储备丰富、资源优质。公司 IDC 资源储备丰富，润泽（廊坊）国际信息港规划建设 22 栋、约 100 万平方米高等级数据中心，可容纳约 13 万架机柜；长三角选址嘉兴平湖，总体规划 9 栋数据中心，约 5.4 万个机柜；佛山和惠州项目总体规划 10 栋数据中心，约 6 万个机柜。重庆项目总体规划 8 栋数据中心，约 3.2 万个机柜。润泽科技兰州项目总体规划 7 栋数据中心，约 1.4 万个机柜。

地区卡位+布局规划，降本增效优势显著。公司始终专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群，坚持发挥大型数据中心园区运营的规模效应。2019 年-2021 年公司毛利率维持在 50% 左右。IDC 行业的营业成本中电费、固定资产折旧和人员成本等占比较高。润泽科技基于在上电率、电费成本、固定资产折旧和人工成本等方面的优势，助力盈利能力处于行业较高水平。

创新渠道模式，带来充足客户订单。润泽科技主要选择了批发模式下的与电信运营商合作，由北京电信和河北联通引入的主要终端客户包括字节跳动、华为、快手、三快云计算以及京东等国内大型互联网公司。公司超 99.5% 的订单都是同电信运营商合作的模式，公司只要负责前期的设计规划、建设，以及后期的运营管理，有效降低了润泽科技的营销成本。

表 15：盈利预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入（万元）	204,718.74	306,573.11	499,578.33	619,655.12
yoy		49.8%	63.0%	24.0%
廊坊地区	204,718.74	296,385.11	435,868.88	493,413.47
yoy		44.8%	47.1%	13.2%
平湖地区	0.00	0.00	8,208.00	22,572.00
yoy			100.0%	175.0%
惠州地区	0.00	0.00	7,387.20	22,572.00
yoy			100.0%	205.6%
佛山地区	0.00	0.00	7,387.20	20,520.00
yoy			100.0%	177.8%
重庆地区	0.00	0.00	2,736.00	12,312.00
yoy			100.0%	350.0%

资料来源：公司公告、招商证券

投资建议：公司作为国内领先的大型 IDC 服务商，在廊坊、平湖、惠州、佛山、重庆、兰州等核心节点地建设大规模数据中心集群，规划 29 万架机柜并自建 220V/110V 电站及综合管廊。公司同运营商深度绑定，终端客户覆盖字节、华为、京东、快手、美团等核心内容供应商和互联网厂商，上架速度、单点上架率都远高于行业平均水平。此外，公司具备土地、折旧摊销、电费、人工成本等方面优势，盈利能力更优。我们认为在数字经济背景下，公司作为数字基建底座，同三大运营商等核心玩家深度绑定，有望在下游需求增长和政策支持的背景下实现高速发展，预计公司 22-24 年实现归母净利润 11.70 亿元、18.50 亿元和 24.09 亿元，对应 43.7X、27.6X 和 21.2XPE，首次覆盖，给予“增持”评级。

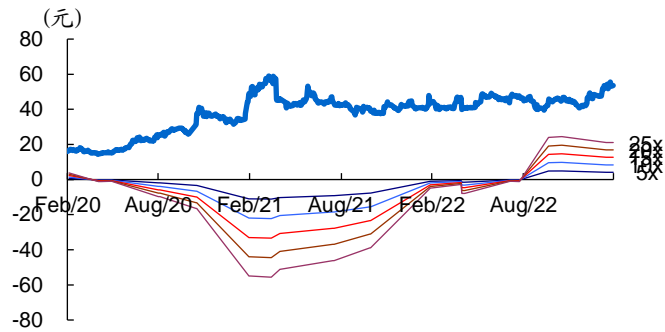
风险提示:

IDC 行业竞争加剧: 公司作为国内大型第三方数据中心服务商之一，未来可能将面临更为激烈的市场竞争。一方面，竞争加剧使标的公司面临市场份额被竞争对手抢占的风险，原有的市场份额有可能减少；另一方面，竞争加剧还可能导致行业整体利润率有所下降。

下游客户上架率水平不及预期: 主要客户或终端客户经营策略、经营状况、资本开支发生变化。

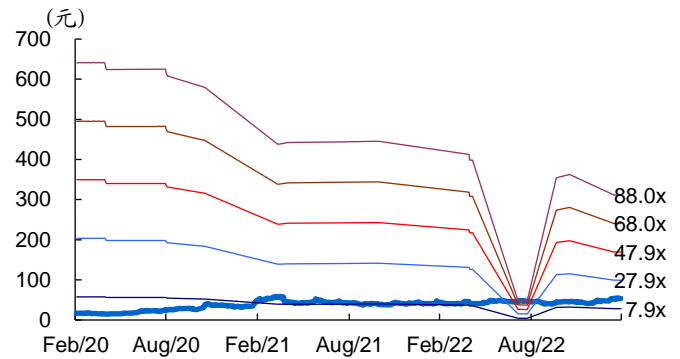
PUE 不符合政策要求: 实际运行效果未能满足 1.3 以下，未达到要求的数据中心将会被腾退关停

图 13: 润泽科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 14: 润泽科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3434	2271	3208	5463	7955
现金	1167	1594	2223	3890	5906
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	203	272	380	606	787
其它应收款	1798	31	47	75	97
存货	0	0	0	0	0
其他	266	374	559	893	1165
非流动资产	5759	8497	9114	9735	10360
长期股权投资	17	16	16	16	16
固定资产	4406	5097	5785	6469	7152
无形资产商誉	716	706	636	572	515
其他	620	2678	2678	2678	2678
资产总计	9193	10768	12323	15198	18315
流动负债	1469	1942	2069	3314	4579
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1076	1368	2049	3293	4558
预收账款	0	0	0	0	0
其他	393	574	21	21	21
长期负债	5869	6239	6239	6239	6239
长期借款	4559	4910	4910	4910	4910
其他	1310	1329	1329	1329	1329
负债合计	7338	8181	8309	9553	10818
股本	562	562	821	954	954
资本公积金	1322	1322	1322	1322	1322
留存收益	(48)	674	1844	3343	5197
少数股东权益	19	29	28	26	24
归属于母公司所有者权益	1836	2558	3986	5619	7473
负债及权益合计	9193	10768	12323	15198	18315

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	824	1271	1627	2724	3334
净利润	264	721	1168	1849	2407
折旧摊销	27	23	90	86	82
财务费用	15	15	75	200	125
投资收益	6	3	(81)	(71)	(71)
营运资金变动	512	513	372	641	776
其它	(1)	(3)	2	19	15
投资活动现金流	(2007)	(1064)	(628)	(638)	(638)
资本支出	(1956)	(2840)	(709)	(709)	(709)
其他投资	(50)	1776	81	71	71
筹资活动现金流	1821	102	(370)	(417)	(680)
借款变动	(65)	268	(553)	0	0
普通股增加	51	0	258	133	0
资本公积增加	1308	(0)	0	0	0
股利分配	(14)	0	0	(351)	(555)
其他	541	(165)	(75)	(200)	(125)
现金净增加额	638	310	629	1668	2016

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1394	2047	3066	4889	6353
营业成本	653	934	1399	2249	3113
营业税金及附加	15	21	31	50	65
营业费用	3	3	3	5	6
管理费用	212	87	120	181	203
研发费用	43	66	92	137	140
财务费用	149	99	75	200	125
资产减值损失	10	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
投资收益	5	3	80	70	70
营业利润	333	847	1346	2138	2772
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	332	846	1346	2138	2772
所得税	68	125	177	290	365
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	265	722	1170	1850	2409

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	41%	47%	50%	59%	30%
营业利润	164%	155%	59%	59%	30%
归母净利润	109%	173%	62%	58%	30%
获利能力					
毛利率	53.1%	54.4%	54.4%	54.0%	51.0%
净利率	19.0%	35.3%	38.2%	37.9%	37.9%
ROE	25.8%	32.9%	35.7%	38.5%	36.8%
ROIC	6.5%	10.9%	14.4%	20.6%	21.8%
偿债能力					
资产负债率	79.8%	76.0%	67.4%	62.9%	59.1%
净负债比率	53.7%	50.7%	39.8%	32.3%	26.8%
流动比率	2.3	1.2	1.6	1.6	1.7
速动比率	2.3	1.2	1.6	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率					
应收账款周转率	8.7	8.6	9.4	9.9	9.1
应付账款周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
每股资料(元)					
EPS	0.28	0.76	1.23	1.94	2.53
每股经营净现金	0.86	1.33	1.71	2.86	3.50
每股净资产	1.93	2.68	4.18	5.89	7.83
每股股利	0.00	0.00	0.37	0.58	0.76
估值比率					
PE	193.4	70.9	43.7	27.6	21.2
PB	27.9	20.0	12.8	9.1	6.8
EV/EBITDA	96.2	50.3	32.1	20.0	16.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

刘浩天 招商证券通信行业研究助理 中央财经大学金融硕士，曾就职于安信证券，2022年加入招商证券。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。